

有趣的金融泡沫



明遠之道

陳嘉禾

在投資中，金融泡沫無疑是最有趣的現象之一。當金融泡沫發生時，參與其中的投資者會有豐厚的回報，讓這個世界上哪怕工資最高的工作與之相比都黯然失色。而當金融泡沫褪去時，財富消失的速度宛如天上的流星，多少投機者一夜夢碎。

金融泡沫不斷

在金融泡沫裡，市場交易的價格遠遠脫離真實的價值，給投資者帶來大量短期、虛幻的財富。金融泡沫有多誘人呢？讓我們來看一個假設，你就會明白。

現在，讓我們把那些小的金融泡沫拋開不談，就看在過去幾十年中，比較大的幾次金融泡沫，能給投資者賺到多少錢。

從1995年到2000年，美國納斯達克市場出現金融泡沫，從大約800點上漲到約5000點，讓一些投資者的本金變成了原來的6倍多。從2005年到2007年，A股主板上出現了一次金融泡沫，加上當時的股權分置改革所贈送的股票，這次泡沫讓一些投資者的資產至少變成原來的10倍。從2014年到2015年，創業板也出現一次金融泡沫，讓一些投資者的本金變成了原來的2倍。

以上的4個金融泡沫，還只是過去30年中，非常知名的幾次泡沫。一些稍微冷門一些的泡沫，比如印度股市泡沫、越南股市泡沫，都沒有考慮在內。

金融泡沫能否預測？

那麼，金融泡沫可以預測嗎？如果這個問題的答案是肯定的，那可以在泡沫發生之前把錢投進去，然後在泡沫爆發之後完美逃離，那麼從以上4個金融泡沫中，這位“聰明的投資者”，會賺到多少錢？答案是 $6 \times 10 \times 3 \times 2$ 。這個公式中每個數字都不大，但是它們相乘的結果非常驚人：足足有360倍。這還只是預測了4次金融泡沫以後，就會得到的結果。如果我們加入一些其

國債期貨走高發出的信號



明眼看市

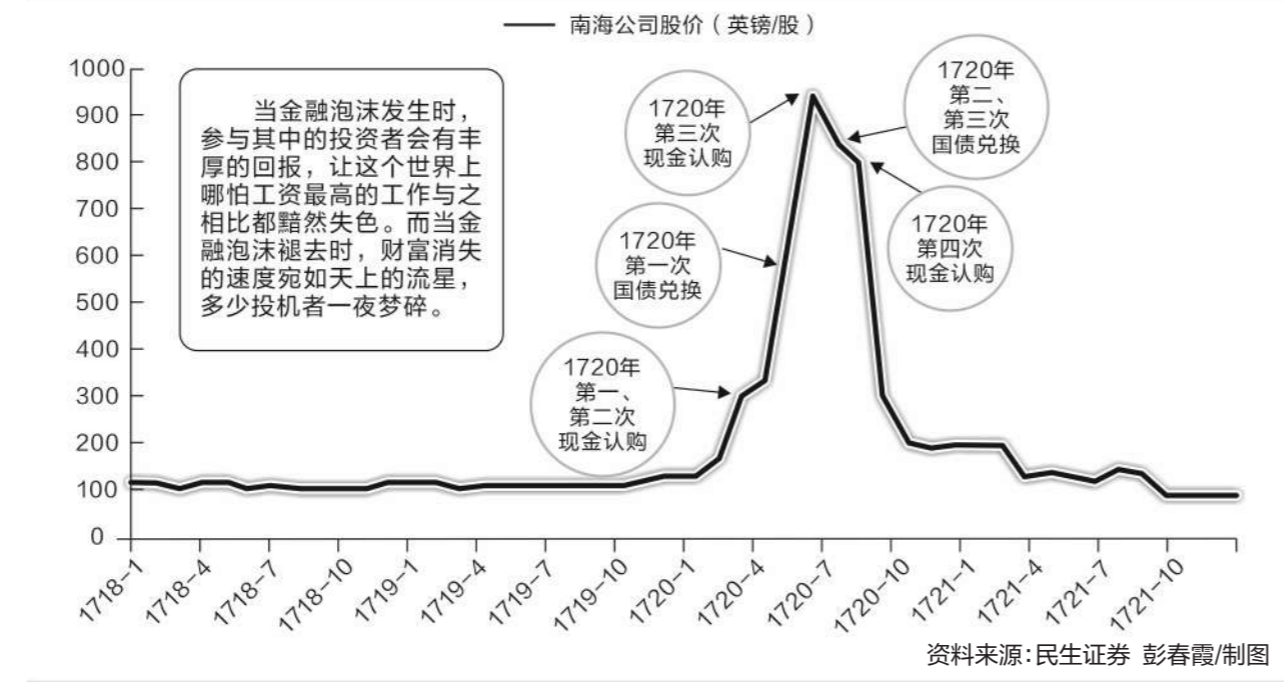
桂浩明

進入10月以來，國債期貨市場表現不俗。作為主力品種的10年期產品，已經連續拉出多條周陽線，目前点位十分接近年內高點，較2022年年底上漲超過4%。一些重點配置國債的固收型基金，也取得不錯的業績。國債期貨上漲，反映投資者對未來市場利率走低的預期，同時對實體經濟平穩運行充滿信心。今年下半年以來，央行加大了資金投放力度，國債等各類債券的發行也有所加快，市場流動性相對寬鬆，資金持續流向國債

雲南交行為提振汽車消費加碼

國家金融監管總局《關於金融支持恢復和擴大消費的通知》要求，金融機構在購車、新能源車動力電池以及售後服務領域提高金融支持力度。交通銀行雲南省分行（以下簡稱“雲南交行”）積極響應黨中央、國務院決策部署，深入挖掘消費者需求，主動通過創新的金融工具和金融政策，促進汽車消費、激發消費市場活力，降低消費者購車門檻。今年以來，雲南交行發揮銀行金融優勢，與各品牌汽車經銷商達成合作，為汽車消費者提供交銀車貸、車位貸、信用卡分期

1720年英國南海公司股票泡沫



他的泡沫，這個數字會變得更加驚人。

但是現實是，有人賺到这么多的錢嗎？全世界那么多聰明的基金經理，有多少人在1995年到2023年不到30年的時間里，賺到了360倍的錢？基本上一個都沒有。

所以，預測金融泡沫是不可能的。為什麼金融泡沫不可能被預測呢？答案很簡單：金融泡沫的產生，本身是非理性的。因此，我們用理性的邏輯推演，就一定無法預測非理性事物的發展軌跡。

也就是說，理性的分析只能預測理性的事情，從天氣預報、行星的軌跡等等自然現象，到商業發展、行業競爭規律等人文現象，一切我們可以預先推演出結果的事物，它們的發展脈絡都是既定的——或者是符合自然規律，或者是符合人文邏輯。

而對於金融泡沫，事情恰恰相反：金融泡沫的發生是非理性、情緒化的。由於人類用於預測的手段只有理性，那麼用理性的思維推演，如何能準確預測非理性、情緒化的金融泡沫呢？

警惕泡沫中的幸運兒

雖然無論從實際結果還是原理上，都證明了金融泡沫無法被預測，但是在每個金融泡沫中，都會有許多人自稱預測了金融泡沫。優秀的投資回報率加上信誓旦旦的言論，讓我們很難不相信這些人準確預測了金融泡沫。而當下一次金融泡沫來臨時，又

會有一批人真得賺到錢，並且號稱自己在之前就準確預測了這次泡沫。

問題是，這兩撥人往往不是同一批人。而且，當我們研究金融泡沫的次數越多，就越會發現，每次金融泡沫中的幸運兒，都很难繼續成為以後金融泡沫中的幸運兒。無論他們對自己預測泡沫的能力有多篤定，在上一个金融泡沫中賺到了多少錢。

這種奇怪現象背後的原因很簡單：在每一次金融泡沫中，都會有一些之前出於各種原因，買了出現泡沫的金融資產的投資者。而且，由於概率的原因，總有一些投資者買了非常多的金額，甚至是全倉加槓桿買入。

當這些投資者在泡沫中賺了錢以後，沒有多少人願意把自己賺取巨額財富的本領，歸結為單純的運氣好。絕大多數泡沫中的幸運兒，只會找出各種理由，論證是自己的聰明和智慧讓自己賺到了錢。而且由於他們確實也在這次金融泡沫中賺了很多錢，他們的言論聽起來也就格外可信。

但是，再言之凿凿的自我分析，也改變不了金融泡沫無法被預測的本質。在以後的金融泡沫中，這些上次金融泡沫的幸運兒就會郁闷地發現，自己之前總結出來的理論不靈光了。而那些聽信他們理論的投資者，也會再次陷入迷茫之中。

如何利用金融泡沫？

金融泡沫雖然不能預測，但是不

代表不能被利用；即使是那些真正的價值投資者，也并不介意從金融泡沫中賺上一點錢。

利用金融泡沫的方法，歸納起來有三條：第一，別預測泡沫，別為那些也許會發生的金融泡沫付出代價；第二，遵循價值投資的理念，持續買入又好又便宜的資產，並且保持一定的分散度；第三，當持有的某些資產偶爾遇到金融泡沫時，及時賣出高估的資產，把收到的現金投入下一個又好又便宜的金融資產中。

通過這種“不守株待兔，偶爾遇到撞死的兔子不撿白不撿”的投資方法，價值投資者可以最大限度地利用金融泡沫可能帶來的收益，同時避免為根本無法預測的金融泡沫付出代價。儘管這種方法不會從金融泡沫中賺到太多錢（尤其和那些金融泡沫中的幸運兒相比），但是這却是從金融泡沫中賺錢的最簡單也是最有效的方法。

總之，金融泡沫這種神奇的金融現象，其實根本無法被預測，但是可以被稍加利用。有趣的是，那些認為自己可以預測金融泡沫的投資者，往往無法長期從金融泡沫中賺到穩定的錢；這次投機帶來的成功，通常都會被下次投機帶來的失敗所抹平。反而是那些承認自己無法預測金融泡沫的價值投資者，從遇到金融泡沫、和之後進行的高賣低買中，卻可以賺到屬於自己的一小部分財富。這兩種迥然不同的對立現象，是不是非常有趣？

（作者系九圓青島科技首席投資官）

2023年中國實體經濟遇到了不小挑戰，金融市場壓力也很大，國債期貨在三季度一度也遇到不小的拋壓，調整明顯。但自9月起，展開一波上漲，並且持續到現在。市場資金流入債市的趨勢，則幾乎貫穿了全年。儘管現在一些經濟指標可能還不如人意，但各方預期政府還會進一步採取穩增長的措施，通過財政政策與貨幣政策共同发力，推動實體經濟平穩運行。股市理應也會及時作出相應的反應，改變眼下陰跌不止的被动格局。國債期貨上漲釋放什麼信號，在市場上還有爭議，但隨着時間的推移，情況會越來越明朗。春江水暖鴨先知，也許不久以後投資者會發現，不但債市在向好，股市也慢慢有了起色，整個中國金融市場開始呈現新的面貌。

*ST中捷司法重整執行完畢 中小投資者獲足額股份轉增

證券時報記者 葛英好

*ST中捷(002021)司法重整案迎來最新進展。12月29日晚間，*ST中捷發布《中捷資源投資股份有限公司重組計劃》執行完畢的公告，披露中捷資源投資股份有限公司重組計劃已經執行完畢，*ST中捷的重組計劃成功實施。

值得注意的是，*ST中捷此番重組計劃較大幅度地保障了中小股東利益，將中小投資者的轉增股本足額分配給中小投資者，成為資本市場重組股中首個轉增股本足額向中小股東分配案列。

向中小投資者傾斜

根據*ST中捷最新披露的《重組計劃》，公司將以現有總股本約6.88億股為基數，按照每10股轉增約7.53股的比例實施資本公積金轉增股本，合計轉增約5.18億股，轉增後公司總股本將上升至約12.05億股。

具體安排來看，在合計轉增的5.18億股中，應當向控股股東玉環市恒捷創投投資合夥企業（有限合夥）（以下簡稱“玉環恒捷”，持有公司18.84%股份）及首任實際控制人蔡開堅（持有公司1.58%股份）分配的約1.06億股，全部無償讓渡用以清償違規擔保債務。剩餘約4.12億股，將向除玉環恒捷及蔡開堅以外的其他全部股東進行分配，相關股東將以屆時各自持有公司股票數量為基數，按照每10股轉增約7.53股的比例獲得轉增股票。

*ST中捷表示，出資人權益調整方案實施完成後，除控股股東玉環恒捷及首任實際控制人蔡開堅以外的全部中小投資者將獲得全部資本公積金轉增股票，將最大限度地保障中小投資者持有的股票權益。重組股均存在不同程度的中小投資者股份被稀釋情況。

而*ST中捷在重組中將中小投資者的轉增股本足額分配給中小投資者，沒有讓中小投資者讓渡股份用於償債或者由重組投資者進行認購，沒有讓中小投資者共同分擔公司重組的成本，亦沒有稀釋中小投資者的股份，屬上市公司重組市場首例。

玉環國資出面救場

*ST中捷走向破產重組，主要源於2020年的借款合同擔保糾紛。由於2017年*ST中捷原法定代表人私自越權為華翔（北京）投資有限公司違規提供擔保，根據2023年2月6日廣東高院二審判決，*ST中捷將承擔的9.514億元的賠償責任，該案件的直接責任主體為母公司，即上市公司。該案件導致*ST中捷面臨嚴峻的債務危機及退市風險。

*ST中捷董事長張黎曙在接受證券時報記者採訪時表示，*ST中捷此番重組計劃較大幅度地保障了中小股東利益，也成為資本市場首個轉增股本足額向中小股東分配案列。公司在總股本擴大的同時債務規模明顯減少、所有者權益明顯增加、每股股票所代表的企業實際價值（以每股淨資產計算）較重組前顯著提升，公司將以本次重組為契機，化解公司危機，消除公司債務負擔、解決公司歷史遺留問題，重塑在縫紉機行業的領先地位。

值得一提的是，在此次*ST中捷的重組過程中，玉環國資積極出面承擔責任，讓渡全部轉增股票權益，並額外無償支付債務清償現金，保障了債權人、全部中小投資

者和上市公司及其子公司千餘名職工的合法權益。

根據*ST中捷的重組計劃可以看出，控股股東玉環恒捷及首任實際控制人蔡開堅讓渡其全部應獲得的轉增股份1.06億股，以及玉環恒捷額外無償提供8000萬元現金代償違規擔保債權。玉環恒捷為公司控股股東，持約1.30億股，持股比例為18.84%。股權穿透後發現，玉環恒捷背後實際控制人是玉環市財政局，實際上背後是玉環市人民政府。

*ST中捷公告顯示，玉環恒捷於2019年末原控股股東破產清算，通過競拍程序取得*ST中捷股權。而違規擔保案件發生於2017年，由當時的法定代表人越權所致。

經記者向*ST中捷了解，玉環恒捷在拍賣取得股權時對該越權行為完全不知情，且上市公司*ST中捷也完全不知情，玉環恒捷也是該案件導致股價價值下跌的損失方。“但在大局面前，玉環市人民政府讓渡極大權益保障各方利益，既體現玉環國資勇於承擔責任的擔當，也可見玉環市對於發展縫紉機製造產業、重塑*ST中捷在縫紉機行業的領先地位的信心與決心。”*ST中捷相關人士向記者表示。

把握破產重組窗口期

*ST中捷重組的迅速推進，或有利於其在退市新規的新形勢下把握破產重組的“窗口期”，也就是指上市公司遇到財務困境、存在退市風險的情況下仍可通過破產重組改善財務狀況並避免終止上市的這段時期。

2020年12月31日，上海證券交易所和深圳證券交易所分別發布《上海證券交易所股票上市規則（2020年12月修訂）》《深圳證券交易所股票上市規則（2020年修訂）》（以下簡稱“退市新規”），大幅縮短了退市進程。2022年3月，上交所、深交所發布破產重組新規，進一步拓寬多元退出渠道，從制度上推動了破產重組的規範運作。

業內人士分析，2020年以來的退市新規取消了暫停上市和恢復上市的環節，對上市公司破產重組的規範要求逐步提高。退市流程縮短增加了企業利用破產重組化解債務風險的緊迫性，如不能把握破產重組的“窗口期”，退市常态化背景下的退市預期也將給上市公司破產重組帶來一定困難。

當前，破產重組已成上市公司化解風險的重要途徑，據證券時報記者不完全統計，目前A股市場超60家上市公司（除去已退市公司）進行了破產重組，其中ST公司居多，例如*ST瑞德、*ST尤夫等多家“ST”公司通過破產重組成功摘帽。

浙江六和律師事務所合夥人高金榜律師表示，一般人理解的破產往往指的是破產清算，實際上對於有維持價值和再生希望的企业，往往是通過重組的方式，防止瀕臨危困的企业進入破產清算，以積極挽救危困債務人使其擺脫困境為主要目的，重組制度在債務人經營發生困難和最終清盤之間設置了緩沖地帶。

專業人士指出，在如今上市公司退市加快、上市公司重組歷時增長的新環境下，企業要早開展、申請、參與重組，上市公司及管理層可在內外部環境觀察中及早識別破產風險，及時開展資金占用和違規擔保等違規事項的清理，在出現破產原因時及時申請進入破產重組程序，才能把握好上市公司破產重組窗口期。

雲南交行助力外貿企業“保穩提質”

外貿進出口是拉動經濟增長的重要引擎。近年來，雲南交行通過增加信貸投放力度、積極提供跨境金融產品、匯率避險工具等方式，為外貿企業“走出去”保駕護航。

今年以來，雲南交行依托總行參與進博會、廣交會等重大博覽會的经验，彰顯大行担当，主动作为，積極為外貿企業在資金管理、貿易融資、科技金融等方面提供專業化和精細化的服務，為雲南外貿注入了“交行力量”。

在全球資金管理方面，交行以“亞太為核心，歐美為兩翼”在全球建立了23家分支

機構，和全球125個國家和地区的近1100多家同業建立了代理行關係，為企業提供一站式、全方位綜合跨境服務方案。

在貿易融資方面，雲南交行拓寬跨境服務快車道，推出了离岸跨境直匯業務、跨境人民幣結算便利化、貿易外匯收支便利化、CIPS收發器業務等，為企業提供高、快捷的線上跨境金融服務，降低企業“腳底成本”。

在科技金融方面，雲南交行賦能科技，通過“Easy系列”金融服務，依據標準化數字

簽名，在線上電子簽署銀企電子合約，覆蓋了匯、兌、存、證、貸等國際業務品種，使業務辦理告别紙質合同和實體印章，讓辦理業務的客戶足不出户即可辦理匯款、匯兌、存款、信用證以及貿易融資全流程業務。

雲南交行相關負責人介紹，雲南交行還將主動作為與雲南對外開放步伐同頻共振，為國內外企業提供專業化、精細化的金融服務，讓資金融通、貿易暢通，為雲南對外開放提供水平更高、質量更好的金融服務。

(CIS)